

## 学术动态综述

《生产力研究》No.16.2009

## 国外关于证券投资基金费用问题的研究综述

王华兵

(厦门大学 管理学院 福建 厦门 361005)

【摘 要】 随着基金业在我国的快速发展,基金费用问题越来越受到广大投资者、基金管理公司及监管机构的重视。文章主要综述了国外对基金费用相关问题的研究现状及有关结论,为相关利益群体的决策提供了理论依据。

【关键词】 证券投资;基金;基金费用;基金费率

【中图分类号】F830.9 【文献标识码】A 【文章编号】1004-2768(2009)16-0194-03

在2006年~2007年的牛市行情中,我国证券投资基金获得了快速的发展。基金投资者从2006年末的1000多万户迅速发展到2007年末的1亿户以上,基金总资产在2007年末达到3万亿的最高峰。依靠从基金快速扩张中提取的各种费用,与基金相关的从业人员获得了丰厚的报酬。从投资者的角度来说,基金费用是支付给基金管理公司等机构的价格。从与基金产业相关公司的角度来说,这些费用代表着收入。因此,基金费用对二者都十分重要。在牛市中,巨大的财富效应使得投资者对投资基金相关的费用并不十分关注,而随着市场的日渐成熟、竞争的加剧以及股市进入平稳甚至熊市阶段,与证券投资基金相关的费用预期会对投资者购买基金的行为产生较大的影响。尤其是在股市不断下挫的行情下,如何借鉴国外已有的研究成果,从基金费用的角度来思考我国基金业将来可能面临的问题,无论对投资者还是基金行业来说,都具有十分重要的意义。以下从四个方面就国外对这一问题的研究现状进行综述。

### 一、基金费用的构成研究

投资者在购买基金时需要支付各种各样的费用。通常来说,有两种类型的费用:基金持有人费用和年度基金运营费用。这其中基金管理费和业绩费用受到较多的关注,所以单独进行了研究。

#### (一)基金持有人费用

基金持有人费用是指投资者进行某项基金交易时,为该投资或交易缴纳的费用。它的主要特点是所交纳的费用是由投资人直接支付。主要包括:(1)申购费。申购费是投资者因购买开放式基金而需支付的一次性费用,它由投资人直接支付给基金管理人。根据申购费收取的时间不同,可以分为前收费和后收费。这些费用往往由基金管理公司获得,但也可以作为对销售基金顾问的薪酬。(2)其他费用。在美国,随着基金业竞争的日趋激烈,基金持有人费用中很多种类如红利再投资费、账户保管费、转换费基本都不再收取,赎回费也很少收取。因此基金持有人费用中主要部分是申购费。

#### (二)年度基金运营费用

所有基金都要支付年度基金运营费用,它主要是用于支付运营基金和提供服务所需的费用,一般是用占基金平均净资产的百分比来表示。(1)管理费。管理费是运营费用中最大的一部分,它是支付给基金管理者作为管理基金资产和选择证券投资组合的费用,在美国一般为0.4%~1%。(2)托管费。它是支付给托管银行的费用,一般为基金净资产的0.1%~0.2%。(3)12b-1费用。一般地,将申购费和12b-1费一起称为销售费用。这些费用主要是基金管理公司用来支付基金的销售、营销和宣传方面的支出。在实际操作中,绝大部分此类费用都用来支付销售基金的财务咨询专家的薪金。(4)其它费用。如过户代理费、律师费、审计费、股东大会费等。经纪费等证券交易费用反映在证券价格中,因此并不直接包括在基金营运费用里面。这些直接由基金投资者承担,但并不需要在管理费中产生。

#### (三)基金管理费的提取模式

基金管理费是支付给基金管理公司的管理报酬,是基金公司最重要的收入来源。主要提取模式有三种:(1)固定的基金管理费。即给与基金管理人固定的报酬,而不依赖于基金的规模和业绩。这种基金管理费计提的普及度已逐渐降低,只有少数规模小的基金管理公司仍然使用这种激励制度。(2)以基金净资产为基础计提基金管理费。这是世界上最普遍的基金管理人激励机制。基金管理人根据其管理的基金净资产的市场价值提取管理费。基金的市场价值越大,所提取的管理费就越多。在美国,基金管理费的费率往往由边际费率组成,采取分段计提的模式。(3)以业绩为基础计提管理费。这种方式下,管理费由以基金净资产为基础的固定报酬和以基金业绩为基础的业绩报酬两部分组成。

#### (四)基金业绩费用

基金的业绩费用通常是作为基金管理费的一部分。业绩报酬的计提通常是将基金的收益与证券市场平均收益率进行比较,并以此作为提取报酬的依据,高于标准提取业绩报酬,低于标准则不提取业绩报酬甚至提取负的业绩报酬。1970年以来,这种费用在美国就不常见了,因为这种费用的提取要求是对称的。即如果业绩超过一定水平可以提取业绩报酬,而当基金业

【收稿日期】2008-07-15

【作者简介】王华兵(1977-)男,湖北荆门人,厦门大学管理学院会计系博士研究生,研究方向:企业理财。

绩不佳时,基金管理公司同时提取负的业绩报酬。Elton et al. (2003)研究了美国基金产业业绩费用的提取情况后发现,1999年,只有1.7%的基金提取业绩费,虽然这些基金控制着10.5%的总基金资产。然而这些基金并没有获得业绩报酬,因为平均来说,他们并没有超过基准的业绩水平。在欧洲,业绩费用的提取要普遍些,因为他们的业绩费用提取可以是非对称的,这意味着业绩超过规定水平时可以获得额外的奖金,而当业绩低于规定水平时不需要同样地减少费用。Sigurdsson(2007)的报告显示,12%的欧洲股票型基金拥有这样一种费用结构,这类基金也采取各种各样的行动来使业绩费用最大化。Khorana et al's (2007)认为,给定业绩费用的对称性特点,在美国,业绩费用的重要性不会有显著的增长。然而,欧洲的业绩费用仍有增长的空间,因为欧洲的基金允许其基金经理以一种能最有利于投资者的方式获取他们的薪酬。

## 二、基金费用差异的比较研究

### (一)基金费用的国际间差异

虽然研究单一国家基金费用的相关文献较多,但是对于基金费用国际间比较的研究文献却不多见。Franks et al.(1998)比较了英国、美国和法国三个国家的投资基金产业的直接管制成本。他们发现,英国这方面的成本是美国的2倍,是法国的4倍。Khorana et al.(2008)研究了2002年底在18个国家销售的不同、总计46799个基金的费用,包括澳大利亚、加拿大、日本、美国和14个欧洲国家。他们研究了基金管理费、总费率以及进入和退出的费率,并假设投资者将持有基金5年时间。研究发现,费率差异十分惊人。比如,就股票型基金而言,美国所销售的基金拥有最低的加权平均管理费率(0.62%),而加拿大的这一费率最高(1.96%)。当加入其他的费用和摊销后的申购、赎回费后,澳大利亚的成本最低(1.41%),加拿大仍然最高(3%)。可见,国家间基金费率的差异是非常巨大的。

### (二)基金费用在一国之内的差异

基金费率不仅在国际间存在显著差异,在一国之内的基金,费率也存在明显的差异。Elton et al.(2004)研究了S&P500指数基金,他们发现不同基金在基金费率方面存在巨大差异,并认为只有投资者非理性的情形下,才有可能发生这种情况。Hortacsu et al.(2004)研究了2000年美国基金费率的差异,主要关注的也是S&P500指数基金。研究发现,对于相同的基金,费率间存在很大的差距。位于费率75%分位数以上的基金费率至少是位于费率25%分位数以下的2倍,而位于90%分位数上的费率是位于10%分位数费率的3倍以上。

### (三)基金费用差异与市场份额变化

Hortacsu et al.(2004)还发现S&P500指数基金的另外两个有趣的现象。首先,这些基金加权平均后的费率在1995年~2000年间事实上上升了,从26.8个基点增加到32.2个基点。其次,费率位于后1/4的基金所占的市场份额在此期间从86%下降到75%,而费率最高的1/4的基金的市场份额从1.4%增加到4.1%。他们认为,在信息技术快速发展并降低成本的情形下,这种情况发生的原因有三个。第一,虽然对一般投资者而言搜寻成本降低了,然而对增量投资者而言事实上是提高了,因为更多的新手进入了互助基金市场。第二,投资者对转换成本很敏感,喜欢将其资产保留在由同一家基金管理公司管理的基金中。第三,除了业绩,投资者也重视其他方面的价值,比如对于咨询的及时回复。Khorana和Servaes(2007)研究了美国的基金家族改变基金费率后对市场份额的影响。就样本总体而言,他们发现那些降低费率的公司会赢得更大的市场份额,而那些

增加费率的公司会损失市场份额。然而,这个结论仅仅适用于那些费率在平均水平以上的基金家族,对那些低于平均费率的基金,费率的变化并不影响到市场份额,只要其仍然处于平均费率水平之下。

### (四)基金费用下降的压力

由于Khorana(2008)等人的研究,加拿大基金行业已经有了降低基金费率的压力。加拿大高费率的部分原因来自于其出售时的高成本,因为加拿大的绝大部分基金都是通过需要支付报酬的基金顾问来销售的;另外是其过高的管理费用。受此影响,一些加拿大基金最近开始降低其费率。虽然就国际间比较而言,美国的基金费率是相当低的。然而,还是有大量批评的声音。Freeman和Brown(2001)比较了互助基金费率和养老基金的费率,他们认为这两种基金的费率应该相同,但互助基金的费率更高。Freeman(2004)在国会上证实了这一研究,纽约州律师办公室(2004)宣称支持这一观点,并指出问题的核心在于基金管理公司没能将基金管理上的规模经济转移给投资者。这种研究结论随之带来的是针对基金管理公司的一系列诉讼。但到目前为止,大多数的案例都被驳回,主要的理由是原告没能提供实质性的证据来支撑其论据。有一些案例进行了审判,如果一些原告能够成功,则未来美国基金费率同样会面临下降的压力。

## 三、基金费用高低的决定因素研究

基金费用代表着基金服务的价格,因此可以从供求两方面来分析。

### (一)基金费用高低决定因素:供给方面

供给方面的原因主要包括:(1)生产成本。规模和范围经济会影响到基金的生产成本,从而影响到基金费用的高低。这种效应可能会在基金、基金家族、国家甚至在全球范围内起作用。Khorana et al.(2007)的研究发现,资产规模大的基金和基金家族收取更低的费用,基金费率和基金规模、基金家族规模负相关。导致国家间基金费率差异的部分原因,是因为不同国家间的基金规模不同,规模经济会存在一个国家之内,即具有更大基金产业的国家会拥有更低的成本,这有可能是因为网络效应的原因。Blondeau et al.(2005)也认为,规模过小是欧洲基金费率过高的主要原因。(2)管制成本。在美国的基金业,高管们通常反对管制方面的成本,这些管制要求披露其代理投票权或者在经营方面做出的改变。然而Fink(1998)则认为管制,尤其是投资者保护的条款,能降低费率。Khorana et al.(2008)的研究发现,即使在考虑到规模和范围经济等因素的情形下,国家间基金费率的差异依然很大,剩余的费率差异和很多因素相关,其中最重要的一点是在投资者保护良好的国家,费率较低,从而也提供了有利的投资者保护条款能降低基金费率的观点。(3)行业竞争。虽然经济学家普遍认为竞争将降低成本和费用,但基金从业人员却认为,以产品数量和发起者来衡量的竞争,实际上有可能是增加了费用。因为竞争会增加获取客户的成本。同时,竞争会增加具有产业特性的投入成本(比如投资经理的薪水),这些都会导致高成本。(4)离岸市场。离岸基金是集中经营,但跨国销售的基金,主要位于卢森堡、都柏林、百慕大和其他一些国际性的基金中心。离岸基金拥有规模经济的优势因而可以降低费率。此外,离岸基金还具有其他的优势,因为可能有其他激励(比如都柏林大量的税收减免)来降低运营成本。然而,假定这些离岸基金可能被投资者利用来隐瞒收入逃避税收,基金经营者就有可能收取更高的费用。

### (二)基金费用高低决定因素:需求方面



需求方面的因素主要包括:(1)人口统计特征。一个国家投资者的基本人口统计特征包括教育、财富和收入水平等。收入和财富水平的提高将会提高投资水平,并降低这些投资者购买基金的成本。虽然教育水平的提高、投资者的成熟程度会对费率的降低施加压力,但另一方面,满足更成熟投资者的需求可能会导致更昂贵和价格更高的金融产品。(2)市场范围。Khorana et al.(2008)的研究发现,跨国销售的基金费率较低。但当所销售的基金超过3个国家之后,基金的费率则会提高。(3)基金业历史。对于基金的各种费用,那些基金业发展历史较长国家的费率都较低。(4)银行业特征。银行业集中度较低或被禁止进入证券交易的国家基金费率更低。

#### 四、基金费用高低与投资者及基金家族的反映研究

##### (一)投资者对不同基金费用的反映

现有的研究发现,投资者对不同基金费用的反映是不同的。Barber et al.(2005)认为投资者对明显的费用支出更加敏感,比如申购费而不是年度费用。他们发现基金流入和申购费负相关,但并不和年费负相关。当他们将费用进一步分为日常运营费用和营销费用(12b-1费用)时,发现投资者更少地购买那些运营费用高的基金,而更有可能购买高的市场销售费用的基金。Khorana和Servaes(2007)研究了基金家族的市场份额后发现,申购费 and 市场份额间具有正向关系,运营费用 and 市场份额间成负向关系,12b-1费用和市场份额间没有显著关系。他们的解释是,申购费是支付给销售基金财务顾问的报酬,这样一来,大量的销售努力就有了成效。而运营费用反映了为服务所支付的价格。虽然所有的费用最终都将以相同的方式影响到净收益,但那些用在销售努力方面的费用并不会减少基金管理公司的规模。

##### (二)基金家族对投资者非理性反映的利用

如果投资者对基金费用的反映是非理性的,基金和发起他们的基金家族就可以利用这些行为。(1)基金家族可以在家族内有意识地宣传和培育明星基金。Sirri和Tufano(1998)的研究揭示,排名靠前的基金能够吸引行业中所有新资金的绝大部分,这种基金流入和业绩间的关系对高费率的基金尤其显著。因此,基金家族很重要的一点就是创造和宣传这样的基金,宣传意味着在广告和销售努力方面的大量支出。Gaspar et al(2006)的研究也表明,基金家族通过优先配置高折价率的IPO和对倒交易,在基金家族内将利益输送给高业绩和高费率基金的方式来培育明星基金。(2)增加低成本基金的费率。对于低成本的基金而言,给定费率和市场份额之间缺乏敏感性这一现象,这样的家族可以考虑增加他们的费率,只要他们仍然处于

平均水平之下。(3)基金家族可以发起一个新基金。这个新基金是老基金的克隆,但拥有更高的费率。(4)那些表现较差并一直遭遇资金不断流出的基金可以考虑提高费率,因为留下的投资者对费率的变化并不敏感。(5)在那些可以允许业绩报酬提取不对称的国家,可以考虑引进业绩报酬。

##### 【参考文献】

- [1] Blondeau Thierry, Oliver De Vink and Wolfgang Mansfield, Towards a Fully-functioning Single Market in Europe, Investment Management Perspectives, Regulation: A Global Overview (PricewaterhouseCoopers), 2005.
- [2] Barber, Brad M., Terrence Odean and Lu Zheng, Out of sight, out of mind: The effect of expenses on mutual fund flows, Journal of Business, 2005, 78: 2095-2120.
- [3] Elton, Edwin J., Martin J. Gruber and C.R. Blake, Incentive fees and mutual funds, Journal of Finance, 2003, 58: 779-804.
- [4] Elton, Edwin J., Martin J. Gruber and Jeffrey A. Busse, Are investors rational? Choices among index funds, Journal of Finance, 2004, 54: 261-288.
- [5] Franks, J.R., S.M. Schaefer and M.D. Staunton, The direct and compliance costs of financial regulation, Journal of Banking and Finance, 1998, 21: 610-673.
- [6] Freeman, John P. and Stewart L. Brown, Mutual fund advisory fees: The cost of conflicts of interest, The Journal of Corporation Law, 2001, 26: 609-673.
- [8] Freeman, John P., A law professor comments on the mutual fund fee mess, Statement before the Senate Government Affairs Subcommittee on Financial Management, the Budget, and International Security, 2004.
- [7] Fink, Matthew, Improving Price Competition for Mutual Funds and Bonds, Statement before the Subcommittee on Finance and Hazardous Materials, Committee on Commerce, United States House of Representatives, September 29, 1998 (available online at: [www.ici.org/statements](http://www.ici.org/statements)).
- [8] Gaspar, Jose-Miguel, Massimo Massa and Pedro Matos, Favoritism in mutual fund families? Evidence on strategic cross-fund subsidization, Journal of Finance, 2006, 61: 73-104.
- [9] Hortacsu, Ali and Chad Syverson, Product differentiation, search costs and competition in the mutual fund industry: A case study of S&P500 index funds, Quarterly Journal of Economics, 119: 403-456.
- [10] Khorana, Ajay, Henri Servaes and Peter Tufano, Mutual fund fees around the world, forthcoming, Review of Financial Studies, 2008.
- [11] Khorana, Ajay, Henri Servaes, On the future of the mutual fund industry around the world, working paper, Georgia Institute of Technology and London Business School, 2007.
- [12] Sigurdsson, Kari, Asymmetric performance fees in European mutual funds, working paper, London Business School, 2007.
- [13] Sirri, Erik R. and Peter Tufano, Costly search and mutual fund flows, Journal of Finance, 1998, 53: 1589-1622.

(责任编辑: X 校对: L)

(上接第172页)

##### 【参考文献】

- [1] Belch, George E., Advertising & promotion: an integrated marketing communication perspectives [M], 2nd Canadian ed. McGraw-Hill Ryerson limited, 2004.
- [2] 符国群, 消费者行为学 [M], 北京: 高等教育出版社, 2001.
- [3] 李光斗, 情感营销 [M], 北京: 北京大学出版社, 2008.
- [4] 郭志台, 借势·造势: 品牌崛起之道 [M], 北京: 机械工业出版社, 2006.

(责任编辑: Z 校对: L)